

一季报大幅增长，青岛项目即将投产



核心观点

- **产品价格推动业绩上涨:**21Q1 公司实现收入 25.74 亿元,同比增长 32.16%;实现归母净利 4.75 亿元,同比增长 100.13%。与 20Q1 相比产品总量收入与利润大幅增长的主要原因是焦炭、炭黑等产品价格价差相比 20 年同期大幅上涨,如焦炭价格相比 20Q1 上涨 700 元/吨以上,炭黑上涨 2000 元/吨以上,而主要原料煤炭上涨不到 300 元/吨。
- **青岛项目即将进入投产期:**我们认为公司更值得关注的是即将投产的青岛 PDH 与炭黑一体化项目,虽然去年受到疫情影响 PDH 价差波动较大,但随着经济恢复,油价与丙烷比价回到正常水平,且近期丙烯景气度较好,PDH 价差已达到同期历史高位(当前价差 3400 元/吨,单吨净利 1200 元以上),公司有望投产即享受高盈利。

财务预测与投资建议

- 根据近期产品价格变化,我们调整预测公司 21、22 年 EPS 为 1.69、2.25 元(原预测 1.50、2.09 元)并添加 23 年预测 2.55 元,选取主要产品及核心竞争力比较接近的上市公司作为可比公司,按照 2021 年可比公司 14 倍 PE,给予 23.63 元目标价,维持买入评级。

风险提示

- 新项目投产进度低于预期;原料价格大幅波动;产业政策变化。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	18.5元
目标价格	23.63元
52周最高价/最低价	26.2/9.5元
总股本/流通A股(万股)	85,147/72,007
A股市值(百万元)	15,752
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年05月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.26	-3.54	-13.7	91.11
相对表现	4.59	-2.22	-11.79	70.18
沪深300	-1.33	-1.32	-1.91	20.93



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517120003

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,150	7,545	13,001	14,910	15,000
同比增长(%)	-7.5%	-7.4%	72.3%	14.7%	0.6%
营业利润(百万元)	861	1,038	1,687	2,253	2,554
同比增长(%)	-41.0%	20.5%	62.5%	33.6%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	762	889	1,437	1,915	2,170
同比增长(%)	-40.0%	16.6%	61.6%	33.3%	13.3%
每股收益(元)	0.90	1.04	1.69	2.25	2.55
毛利率(%)	14.8%	18.1%	17.5%	19.0%	20.6%
净利率(%)	9.4%	11.8%	11.1%	12.8%	14.5%
净资产收益率(%)	14.2%	12.7%	16.7%	19.1%	18.5%
市盈率	20.7	17.7	11.0	8.2	7.3
市净率	2.7	2.0	1.7	1.4	1.3

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

相关报告

成本优势推动长期成长

2021-01-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华鲁恒升	1.11	2.52	2.76	3.12	35.14	15.48	14.13	12.50
东华能源	0.73	1.08	1.36	1.75	15.16	10.25	8.14	6.33
卫星石化	1.36	2.63	3.60	4.62	30.04	15.54	11.35	8.84
宝丰能源	0.63	0.83	1.01	1.54	25.73	19.53	16.05	10.53
陕西黑猫	0.17	1.18	1.30	2.20	45.35	6.53	5.93	3.50
调整后平均						14.00	11.00	9.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	314	319	650	1,032	2,732	营业收入	8,150	7,545	13,001	14,910	15,000
应收票据、账款及款项融资	807	877	1,519	1,743	1,753	营业成本	6,943	6,183	10,731	12,077	11,908
预付账款	160	208	358	411	413	营业税金及附加	43	48	87	100	100
存货	568	546	947	1,066	1,051	营业费用	216	14	15	16	17
其他	2,034	2,609	2,686	2,712	2,713	管理费用及研发费用	198	243	354	365	363
流动资产合计	3,883	4,559	6,161	6,964	8,663	财务费用	3	14	40	27	(6)
长期股权投资	30	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	98	173	158	150
固定资产	2,273	1,798	8,017	6,766	6,355	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,550	4,655	1,106	4,790	7,486	投资净收益	55	28	28	28	28
无形资产	820	926	910	895	879	其他	59	65	57	57	57
其他	107	127	114	114	114	营业利润	861	1,038	1,687	2,253	2,554
非流动资产合计	4,780	7,506	10,147	12,565	14,834	营业外收入	42	18	18	18	18
资产总计	8,663	12,065	16,308	19,529	23,497	营业外支出	3	4	5	5	5
短期借款	73	604	1,205	283	283	利润总额	900	1,052	1,700	2,266	2,567
应付票据及应付账款	920	1,678	2,194	2,469	2,434	所得税	138	163	263	351	397
其他	312	596	568	587	588	净利润	762	889	1,437	1,915	2,170
流动负债合计	1,305	2,879	3,966	3,338	3,305	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	2,541	4,994	7,347	归属于母公司净利润	762	889	1,437	1,915	2,170
应付债券	1,139	859	430	0	0	每股收益(元)	0.90	1.04	1.69	2.25	2.55
其他	325	268	270	270	270						
非流动负债合计	1,464	1,128	3,240	5,264	7,617						
负债合计	2,769	4,007	7,206	8,602	10,922						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	676	849	851	891	891						
资本公积	1,784	2,993	3,021	3,411	3,411						
留存收益	3,054	3,943	5,084	6,609	8,258						
其他	380	275	144	15	15						
股东权益合计	5,894	8,059	9,101	10,927	12,576						
负债和股东权益总计	8,663	12,065	16,308	19,529	23,497						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	762	889	1,437	1,915	2,170
折旧摊销	310	433	834	1,351	1,421
财务费用	3	14	40	27	(6)
投资损失	(55)	(28)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	100	886	(815)	(137)	(33)
其它	(634)	(870)	248	(69)	(26)
经营活动现金流	487	1,323	1,715	3,059	3,497
资本支出	(1,744)	(3,241)	(3,692)	(3,690)	(3,664)
长期投资	(1)	30	0	0	0
其他	(506)	267	(101)	(101)	28
投资活动现金流	(2,251)	(2,944)	(3,793)	(3,791)	(3,636)
债权融资	931	(289)	2,111	2,024	2,353
股权融资	0	1,381	31	430	0
其他	157	330	266	(1,340)	(515)
筹资活动现金流	1,088	1,422	2,408	1,113	1,838
汇率变动影响	3	(7)	-0	-0	-0
现金净增加额	(673)	(205)	331	382	1,700

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-7.5%	-7.4%	72.3%	14.7%	0.6%
营业利润	-41.0%	20.5%	62.5%	33.6%	13.4%
归属于母公司净利润	-40.0%	16.6%	61.6%	33.3%	13.3%
获利能力					
毛利率	14.8%	18.1%	17.5%	19.0%	20.6%
净利率	9.4%	11.8%	11.1%	12.8%	14.5%
ROE	14.2%	12.7%	16.7%	19.1%	18.5%
ROIC	12.0%	10.7%	12.8%	13.1%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	33.2%	44.2%	44.0%	46.5%
净负债率	15.4%	14.2%	38.7%	38.9%	39.0%
流动比率	2.97	1.58	1.55	2.09	2.62
速动比率	2.54	1.39	1.31	1.76	2.30
营运能力					
应收账款周转率	16.4	17.7	22.2	18.8	17.6
存货周转率	12.2	11.0	14.1	11.8	11.0
总资产周转率	1.1	0.7	0.9	0.8	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.90	1.04	1.69	2.25	2.55
每股经营现金流	0.72	1.56	2.01	3.43	3.92
每股净资产	6.92	9.46	10.69	12.83	14.77
估值比率					
市盈率	20.7	17.7	11.0	8.2	7.3
市净率	2.7	2.0	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.0	10.3	6.0	4.2	3.9
EV/EBIT	17.7	14.6	8.9	6.7	6.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn